

ВЫЗОВЫ РОССИЙСКОЙ ФИНАНСОВОЙ СИСТЕМЕ

CHALLENGES OF THE RUSSIAN FINANCIAL SYSTEM

The article deals with the challenges of the Russian financial system after the crisis. The excessive external dependence of the financial system is described. The author paid his attention to an ambiguous inflation as an integrated constant of the Russian economy. The author considers the low monetization of the economy as an indicator of the developmental level. The issues of international funds creation are considered. Fundamentals of the financial strategy of Russia are formulated in the article.

Будущее неопределенно, волатильно в экстремальной степени, потому что оно будет воспроизводить – снова и снова – те вызовы финансовой системе России, на которые не удалось ответить в прошлом и настоящем. Одним из долговременных вызовов финансовой системе России является посткризисное формирование (в третий раз, после 1995-1998, 2000-2008 гг.) спекулятивной модели финансового рынка – классического механизма запуска кризисов. Сегодня становится все более очевидным, что способность воспроизводить кризисы заложена в самой модели российской финансовой системы. Пора задумаемся над этим тезисом.

Базовые особенности российской экономики и ее финансовой системы сложились к середине 90-х годов, и, несмотря на обилие внешних изменений, кардинально эта экономическая модель с тех пор не изменилась. Для нее характерны концентрированная собственность на бизнес (стейкхолдеры), олигополия, огосударствленность и эксцессивная зависимость от ряда внешних факторов. По сути, в России обычная развивающаяся экономика латиноамериканского типа. Она производна от мировых цен на экспортируемое сырье (центры ценообразования за рубежом), во многом зависит от притока иностранных капиталов (в силу неразвитости финансового сектора и низкой монетизации). В экономической и финансовой политике она пронизана подражательностью и мифами, а значит, и постоянными ошибками. За 15 лет в этой модели ничего принципиально не изменилось.

Российская финансовая система с середины 1990-х годов соединяет относительно низкую монетизацию и насыщенность финансовыми активами, высокую немонетарную инфляцию (ее истоки - ценовая политика государства и

¹ **Анпилогов Виталий Васильевич** – доцент Бизнес-школы Уральского федерального университета имени первого Президента России Б.Н. Ельцина, кандидат исторических наук.

олигополии), огосударствленность (не менее 50% банковского сектора), открытость (которая опередила рациональные сроки), экстремальную волатильность и высокую доходность, покрывающую крупные риски. В ней есть своя черная дыра - необычно большой разрыв между реальным и номинальным эффективным курсом рубля. Следствие - разбалансированность, слабость финансовых институтов, выдавливание внутренних капиталов внешними деньгами, долларизация-евроизация. При этом технологически рынок достаточно развит, на нем много инструментов и технологий, присущих более развитым рынкам. Такая конструкция рынка сформировалась в общих чертах уже в 1995—1998 гг.

Спекулятивная модель финансового рынка была впервые создана до кризиса 1998 г. и, собственно, привела к этому кризису. Затем, между 2000 и 2007 гг., она была воссоздана вторично. Ее следствием в том числе стало то, что кризис 2008-2009 гг. в России протекал в гораздо более тяжелых формах, чем в большинстве других экономик. Журнал *The Economist* ведет наблюдение за группой крупнейших (и наиболее развитых) экономик мира. Так вот, агрегированные данные по этим экономикам показали, что в кризис ни у одной страны так не падала капитализация и не проваливался валютный курс, как у России¹ (см.табл.1). Падение ВВП было в России более глубоким. В наибольшей степени сократились международные резервы. Произошли самые крупные потери накопленных прямых и портфельных иностранных инвестиций. Имел место один из самых высоких уровней процента. Кроме того, в кризис Россия прошла через самое глубокое падение денежной массы, необычное для других стран, которые в это время наращивали свою ликвидность.

В 2009 г. впервые за последние два десятилетия инфляция статистически стала ниже двузначных значений (цены производителей снизились в связи с кризисом, рост потребительских цен - 11,7%). Двузначная инфляция является аномальной при профицитном бюджете (2000-2008), валютных резервах, являющихся по объему 3-ми в мире (2007-2008), позитивном платежном балансе и масштабных внебюджетных резервных фондах, при действующем механизме эмиссии только против притока валюты и фиксированном курсе рубля (2005-й - первое полугодие 2008 г.). Инфляция носит преимущественно немонетарный характер. Цены не эластичны к факторам, действующим в сторону их снижения, что еще раз показала ценовая динамика 2-го полугодия 2008 г., ее слабая связь с более чем 3-кратным падением мировых цен на нефть в этот период.

Как видно из таблицы 2, в индустриальном мире инфляция в среднем в 2-5 раз ниже, чем в переходных и развивающихся экономиках. Низкая инфляция является одним из индикаторов уровня развития финансового сектора, показателем сбалансированности ее финансовой системы и ограниченной величины рисков.

¹ Миркин Я. М. Финансовое будущее России: экстремумы, бумы, системные риски. - М.: GELEOS Publishing House; Кэпитал Трейд Компани, 2011.

Таблица 1. Поведение финансовых систем мира в период кризиса 2008 г.

Страна	Фондовый индекс	Фондовый индекс, 29.12.2008/31.12.2007, %	Валютный курс к долл. США, 12.2007 — 02.2009, %	Изменение ВВП в постоянных ценах, 2009/2008, %	Инфляция (потребительские цены), 2008, %
Россия	RTS	-71,9	-31,3	-7,90	14,11
Греция	Athex Comp	-67,1	-14,1	-1,96	4,24
Пакистан	KSE	-65,2	-23,3	+3,37	12,00
Норвегия	OSEAX	-63,9	-23,0	-1,43	3,77
Турция	ISE	-63,2	-30,8	-4,69	10,44
Китай	SSEA	-62,5	+6,8	+9,09	5,90
Австрия	ATX	-62,2	-14,1	-3,89	3,22
Индия	BSE	-61,7	-22,3	+5,69	8,35
Венесуэла	IBC	-59,1	0,0	-3,29	30,38
Польша	WIG	-58,8	-33,8	+1,70	4,22
Индонезия	JSX	-58,7	-21,4	+4,55	9,78
Венгрия	BUX	-57,2	-26,3	-6,32	6,07
Бразилия	BVSP	-57,0	-20,8	-0,18	5,67
Австралия	All Ord.	-56,6	-26,8	+1,25	4,35
Бельгия	Bel 20	-55,6	-14,1	-2,65	4,49
Нидерланды	AEX	-54,5	-14,1	-3,92	2,21
Аргентина	MERV	-54,2	-15,4	+0,86	8,59
Чехия	PX	-53,5	-18,7	-4,12	6,34
Швеция	Aff. Gen	-52,2	-29,2	-5,14	3,30
Италия	S&P/MIB	-51,6	-14,1	-5,04	3,50
Великобритания	FTSE 100	-51,1	-29,0	-4,90	3,63
Дания	OMXCB	-51,0	-13,9	-4,74	3,39
Канада	S&P TSX	-49,6	-22,2	-2,46	2,38
Сингапур	STI	-48,6	-6,5	-1,28	6,61
Еврозона	FTSE Euro 100	-48,4	-14,1	-4,07	1,6
Гонконг	Hang Seng	-48,2	+0,6	-2,76	4,29
Франция	CAC40	-45,7	-14,1	-2,55	3,16
Германия	DAX	-43,2	-14,1	-4,72	2,75
Испания	Madrid SE	-43,2	-14,1	-3,72	4,13
Малайзия	KLSE	-43,0	-10,5	-1,71	5,40
Мексика	IPC	-38,8	-24,2	-6,54	5,12
Чили	IGPA	-36,7	-14,8	-1,53	8,72
США	DJIA	-36,0	0,0	-2,63	3,82
Швейцария	SMI	-30,0	-7,2	-1,91	2,43
Япония	Nikkei 225	-29,2	+16,9	-5,22	1,40

**Таблица 2. Сравнительная характеристика уровня инфляции в
индустриальных и развивающихся странах**

Темпы изменения потребительских цен, % к предыдущему году	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
Все развитые экономики	2,6	2,5	1,9	1,4	1,8	2,5	1,4	2,1
Весь развивающийся мир	29,4	16,8	11,8	16,0	9,5	8,4	7,3	7,1
Бразилия	22,4	9,6	5,2	1,7	8,9	6,0	7,7	12,5
Китай	10,1	7,0	0,4	-1,0	-0,9	0,9	0,12	-0,6
Индия	11,3	10,1	5,3	16,3	0,0	3,2	5,2	4,0
Россия	131,3	21,8	11,0	84,4	36,5	20,2	18,6	15,1

Темпы изменения потребительских цен, % к предыдущему году	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010 про- гноз
Все развитые экономики	1,6	2,3	2,5	1,9	3,1	1,7	1,0	1,3
Весь развивающийся мир	5,9	6,3	5,7	5,7	7,6	8,1	5,3	5,7
Бразилия	9,3	7,6	5,7	3,1	4,5	5,9	4,3	5,3
Китай	2,7	3,2	1,4	2,0	6,6	2,5	0,7	3,1
Индия	2,9	4,6	5,3	6,7	5,5	9,7	15,0	8,1
Россия	12,0	11,7	10,9	9,0	11,9	13,3	8,8	6,0

Россия - в сравнении с Китаем, Индией и Бразилией - формировала в 1995-2009 гг. наихудший инфляционный фон (кроме Индии в 2009 г.), демонстрируя неснижаемый двузначный (выше 10%, кроме 2009 г.) уровень инфляции, создавая в этой связи, при прочих равных, худшие условия для финансового стимулирования экономического роста.

Повышенная инфляция является встроенным компонентом российской экономики, основанном на преимущественно немонетарном характере инфляции в России:

- олигополистический характер ценообразования;
- тарифная политика государства, в которую в 2000-е гг. закладывались ежегодные двузначные изменения цен;
- высокий уровень рисков и, как следствие, доходности, закладываемой собственниками в цены (пример - банковский процент);

- выросшая в 2000-е гг. регулятивная нагрузка, отражаемая бизнесом в ценах;

- обостренный интерес к вывозу капитала и связанная с ним имеющая широкое распространение «психология временщиков», приводящая к эксцессивности цен и стремлению к максимизации прибыли на коротких временных горизонтах;

- высокая спекулятивная компонента в росте цен, в т. ч. основанная на спекулятивных инвестициях нерезидентов, и т. д.

«Подушки безопасности» (высокие международные резервы (см. табл.3) и резервные фонды, профицитный бюджет, здоровый торговый баланс) не уберегли от того, что российская финансовая система показала наихудшую финансовую динамику в период кризиса 2008 — 2009 гг. в сравнении с другими крупнейшими странами.

В 1992-1998 гг. международные резервы Российской Федерации поддерживались на уровне 2-5% ВВП. С 1999 г. началось последовательное повышение уровня резервов. В 2000 г. была преодолена планка 10% ВВП, в 2004 г. - 20% ВВП. В 2007 г. (перед кризисом 2008-2009 гг.) международные резервы достигли уровня 37% ВВП. Падение резервов в период кризиса до 25,7% ВВП в 2008 г. сменилось возобновлением их роста до почти предкризисных значений в 35,8%.

Сравнительный анализ уровня международных резервов показывает, что индустриальные страны, пользующиеся преимуществами развитых финансовых рынков, высоких рейтингов, ориентированы на более низкий уровень официальных резервов. В частности, в 2007 г. примерно половина развитых стран (в 2009 г. - 40%) имели официальные резервы не выше 5% ВВП, 25% стран (в 2009 г. 20%) - не выше 3% ВВП.

Эксцессивный уровень резервов имели экспортные анклавы с ограниченной территорией и масштабными денежными и товарными потоками, проходящими через них (Сингапур, Гонконг).

83-85% (2007-2009) развивающихся стран имеют уровень резервов ниже 30% к ВВП. Примерно 60% стран в 2007 г. (45% стран в 2009 г.) - ниже 20% ВВП.

На этом фоне международные резервы, сформированные Российской Федерацией, могут рассматриваться как эксцессивные, аккумулирующие излишне выведенное из страны денежное предложение.

Официальные резервы стран мира и доля долларовых авуаров в резервах представлены на рис.1.

**Таблица 3. Уровень международных резервов по странам мира
(на конец 2009 г.)**

Международные резервы/ВВП, 2009,%	Развитые экономики	Итого	Переходные и развивающиеся экономики	Итого
>100	Сингапур, Гонконг	2		
>80-100				
>60-80				
>50-60			Малайзия, Таиланд, Иордания	3
>40-50				
>35-40			Россия, Болгария	2
>30-35	Израиль, Корея, Исландия	3	Венгрия, Кыргызстан	2
>25-30	Швейцария	1	Уругвай, Парагвай, Перу, Марокко, Латвия, Тунис, Молдова, Филиппины, Румыния	9
>20-25	Япония, Дания, Чехия	3	Эстония, Казахстан, Украина, Индия, Армения, Хорватия	7
>15-20			Чили, Аргентина, Уганда, Панама, Литва, Египет, Польша, Грузия, Ливан, Бразилия	10
>10-15	Норвегия, Швеция, Новая Зеландия	3	Южная Африка, Венесуэла, Колумбия, Мексика, Беларусь, Индонезия, Коста-Рика, Сальвадор, Турция	9
>5-10	Бельгия, Германия, Италия, Мальта, Португалия, Кипр	6		
>3-5	Финляндия, Нидерланды, Франция, Австрия, Австралия, Канада	6		
>1-3	Люксембург, Греция, Словакия, Словения, Испания, Великобритания	4		
>0-1	США, Ирландия	2		
	Итого	30	Итого	42

Одним из показателей уровня развития экономики является ее финансовая глубина. Финансовая глубина» экономики (financial depth) - «пронизанность» экономики финансовыми отношениями, ее насыщенность деньгами, финансовыми инструментами и финансовыми институтами, величина финансовой сферы (накопления, инвестиции, перераспределительные отношения) в сравнении с производственными объемами. Чем более развитой и быстрорастущей является страна, тем больше финансовая глубина. В свою очередь, чем больше финансовая глубина, тем значимей способность финансового сектора к перераспределению денежных ресурсов на цели инвестиций и тем выше способность к развитию и устойчивей темпы экономического роста. Индикаторы финансовой глубины - денежная масса/ВВП, финансовые активы/ВВП, капитализация рынка акций/ВВП, кредиты/ВВП и т. д.

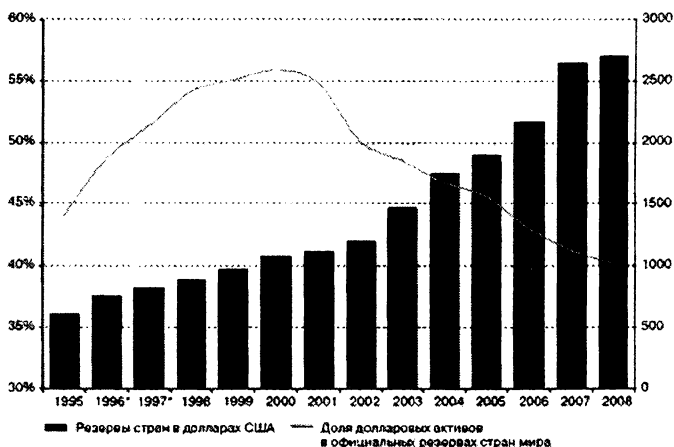


Рис.1. Официальные резервы стран мира, млрд. дол. США и доля долларовых активов в резервах, % (1995–2008 гг.)

Низкая монетизация, насыщенность экономики финансовыми активами на уровне развивающихся стран, находящихся в нижней зоне доходов на душу населения, ведут к торможению экономического роста, к чрезмерной зависимости от коротких инвестиций нерезидентов, к слабости ресурсного потенциала финансового сектора, завышенной цене денег в экономике. Является базовой причиной низкой капитализации банков-резидентов, растущей ограниченности внутреннего платежеспособного спроса в сравнении с внешним, ухода ликвидности на внешние финансовые рынки.

С нарастанием финансовой глубины экономики, со всё более полным удовлетворением финансовых потребностей, возникающих в связи с развитием хозяйства, формируются всё более крупные, ликвидные, массовые финансовые

рынки, являющиеся механизмом перераспределения денежных ресурсов на цели развития.

Анализ показывает, что монетизация экономик развитых стран в настоящее время, как правило, находится выше 60% ВВП. Все новые индустриальные страны Тихоокеанского региона, страны БРИК (кроме России) имеют финансовую глубину экономики, превышающую 60% ВВП. Три четверти развитых стран имеют монетизацию выше 80% ВВП.

И наоборот, примерно 70% стран с развивающейся и переходной экономикой имеют «финансовую глубину» ниже 60% ВВП (в том числе и Россия), 85% стран - ниже 80% ВВП. Меньшая финансовая глубина в тенденции в среднем характерна для тех развивающихся и переходных экономик, которые испытывают наиболее острые проблемы в обеспечении позитивной экономической динамики.

Измерения монетизации, проведенные в начале 2000-х гг. показывают на ту же неравномерность финансовой глубины, связанную с уровнем развития. При этом в 2004-2009 гг. по абсолютному большинству стран, как и в России, произошел рост финансовой глубины (на примере монетизации). Уровень насыщенности деньгами (финансовыми инструментами, финансовыми активами) мирового экономического оборота стал значительно выше.

Для России этот процесс имеет и другую сторону. В частности, некоторые авторы указывают на действия ЦБ России по сдерживанию курса национальной валюты путем покупки иностранной валюты на внутреннем рынке в целях борьбы с симптомами голландской болезни. Это приводит к наращиванию денежной массы. Так в период с 1998 до конца 2006 года денежная масса – наличные деньги плюс банковские депозиты – увеличивались на 45% в год. Отношение денежной массы к ВВПросло на 35% в год. То, что даже высокий показатель российской инфляции намного меньше прироста денежной массы к ВВП, озадачивает и тревожит российские монетарные власти, которые опасаются нового всплеска инфляции¹.

В 1990-е гг. политика финансовой стабилизации (как один из ее компонентов - жесткая денежная политика Банка России) привела к экстремально низким уровням насыщенности российской экономики деньгами, к эксцессивному росту просроченной задолженности, векселей как суррогатов денег, бартера. Эксцессивное сужение денежной базы экономики стало предпосылкой ее долларизации (в т. ч. внедрения в оборот наличных долларов США как средства расчетов), ослабления капитальной базы российских финансовых институтов, формирования зависимости внутренней экономики от внешнего финансирования, а финансового рынка - от спекулятивных операций нерезидентов.

В предкризисный период 1999-2007 гг. Россия (вслед за другими странами, повышающими свой уровень монетизации) перешла к более мягкой денежной политике, создав благоприятные условия для опережающего роста финансовой

¹ Гринспен А. Эпоха потрясений: Проблемы и перспективы мировой финансовой системы. Пер. с англ. - М.: ООО «Юнайтед Пресс». 2010.

глубины своей экономики и для более позитивной макроэкономической динамики (темпы экономического роста России в этот период были существенно выше, чем в большинстве стран мира).

В период финансового кризиса (2008-2009) денежная политика в России была рестриктивной, отличаясь в этом пункте от стандартной антикризисной политики, проводимой центральными банками крупнейших стран мира. С середины 2009 г. Банком России началось восстановление ликвидности, «догоняющее» динамику роста денежной массы за рубежом в кризисный и посткризисный периоды.

Рассматривая положение России относительно группы из 15-18 индустриальных и 80-100 развивающихся стран, необходимо сделать вывод, что Россия имеет пока низкую монетизацию экономики, находясь в срединном положении среди стран развивающегося мира и в существенной мере отставая по этому параметру от индустриальных стран, стран БРИК.

В середине 1990-х гг. уровень монетизации в России доходил до 15-16% (что стало одним из фундаментальных факторов финансового кризиса 1997-1998 гг.). В конце 2005 г. монетизация российской экономики, рассчитанная по данному индикатору, была чуть выше 30%, в 2006 г. - 37,8%, в 2007 г. - 44%, к началу 2009 г. - 50-52% (КНР - выше 180%). Рост насыщенности деньгами стал одним из факторов роста капитализации рынка акций (и оцененности бизнеса) в 2000-2007гг. (на стадии мыльного пузыря - выше 100% ВВП).

Теперь, после того как восстановление мировой экономики и рост цен на сырье вновь вывели российское национальное хозяйство на траекторию роста, ничего, собственно говоря, не изменилось. Та же самая модель спекулятивных финансов начала в настоящий момент восстанавливаться.

У нас по-прежнему относительно низкая монетизация экономики (в 2009 г. индикатор «широкие» деньги / ВВП) составлял около 50% ВВП). Мы действуем в небольшом по размерам, открытом, разбалансированном хозяйстве, не прошедшем и середину пути к рыночной трансформации, занимающем нишу в 1—2% в мировом хозяйственном и финансовом обороте. Как следствие, российские финансы - преимущественно «пассивный» объект, поведение которого определяется воздействием внешних глобальных факторов, формирующих мировую экономическую и финансовую динамику. У нас опять выводится «избыточная» ликвидность: наши валютные резервы в разы больше, чем у США, Великобритании, Франции и Италии, вместе взятых. Ценообразование на наши финансовые активы зависит от нерезидентов. Мы зависим от цен на нефть, спекулятивные деньги возвращаются снова - все как прежде, как в предыдущие кризисы. Вновь растет многолетний разрыв между реальным и номинальным эффективным курсом рубля, искажающий внешнеэкономические интересы. В макрофинансах преобладает пассивность и рыночное саморегулирование, а там, где государству нужно быть осторожнее, наоборот, демонстрируется активный стиль (рост фискальной и регулятивной нагрузки).

Чтобы смягчить будущие кризисы (а они неизбежны, как локальные, так и новый «большой» кризис, в длинном 20-25-летнем экономическом цикле),

финансовая политика России должна стать более рациональной, должна ориентироваться на реальность, а не на экономические мифы.

Коротко назовем основы финансовой стратегии России:¹

- рост внутреннего спроса (акцент на рост доходов и имущества среднего класса);

- сокращение регулятивных издержек, являющихся болезнью экономики; реформа государственного сектора (сокращение численности, увеличение зарплат (они сейчас настолько низки, что неизбежно приводят к коррупции));

- увеличение нормы накоплений (она очень низка в сравнении с теми, кто растет быстро);

- снижение налогового пресса (он эксцессивен для развивающейся страны), переход к поощрительной налоговой модели, налоговое стимулирование роста и «длинных» инвестиций;

- политика государства, направленная на снижение процента, в том числе за счет административных «потолков», прекращение бюджетного субсидирования высокого процента;

- трансформация нефтяных доходов в инвестиции внутри страны за счет отказа от избыточного вывода ликвидности, оптимизация золотовалютных резервов;

- стимулирование прямых иностранных инвестиций в ущерб портфельным;

- политика более слабого рубля, смягчение разрыва между реальным и номинальным эффективным курсом рубля, введение рыночных ограничений на счет капиталов (огромная зарубежная практика);

- борьба с немонетарной инфляцией (политика государства, тормозящая цены и тарифы, зависящие от него, активное антимонопольное регулирование);

- мониторинг и предупреждение системных рисков.

На необходимость усиления роли государства в посткризисной экономике указывают многие крупные исследователи. В частности Джозеф Стиглиц, лауреат Нобелевской премии по экономике, утверждает: полученные новые результаты показали, что под предположением о том, что рынки являются эффективными, нет никакой твердой научной основы. Рынки действительно создают стимулы, но при этом повсеместно происходят провалы рынка и стабильно сохраняется разница между социальными и частными доходами. Особенно важную роль правительство играло и играет в успешных странах Восточной Азии. Темпы увеличения там доходов на душу населения за последние три-четыре десятилетия являются беспрецедентным. Почти во всех этих государствах правительство играло активную роль в содействии развитию экономики на основе рыночных механизмов. В течение более 30 лет экономика Китая росла в среднем со скоростью 9,7% в и сумела вывести из нищеты сотни миллионов людей. Под впечатлением ускоренного роста Японии, достигнутого под руководством правительства Сингапур, Корея, Малайзия и многие другие страны решили последовать японской стратегии, адаптировав ее под свои

¹ Депозитарий, 2011, № 4.

условия, и за четверть века добились увеличения доходов на душу населения примерно в восемь раз¹.

Успехи новых индустриальных экономик являются для нас серьезным вызовом. Сегодня в первой тройке мировых экономических держав по показателю доли национального ВВП в глобальном продукте (расчете по паритету покупательной способности) находится два азиатских государства: КНР – второе место при 16-процентной доле в глобальном валовом продукте, и Япония – чуть ниже 16%. На первом месте Соединенные Штаты – 24%. Доля экономики России по самым оптимистическим оценкам составляет 3,5–4%.²

Взаимодействие свободного рынка и государства как регулятора и экономического агента должно быть сбалансированным, основываться на учете особенностей внутренней экономической, социальной и политической ситуации, исходить из состояния мировой экономики и ее циклической динамики. Ни рынок, ни государство не способны решить самостоятельно проблемы реструктуризации крупных макроэкономических систем и их антициклического регулирования в моменты реализации системных рисков. Любые асимметрии в распределении ролей рынка и государства, в том числе обусловленные временным доминированием отдельных политических и экономических школ, рыночным или административным фундаментализмом, подрывают способности макроэкономики к устойчивому развитию, как это показывает опыт развивающихся стран и практика России 1990-2008 гг.

В этой связи необходима активная политика государства по увеличению финансовой глубины экономики, опережающему росту внутреннего денежного спроса в сравнении с внешним, нормализации инфляции, процента, валютного курса, инвестиций нерезидентов, волатильности и рисков российских финансовых активов на уровне новых индустриальных стран. Результатом реализации долгосрочной финансовой стратегии должно стать повышение конкурентоспособности российской финансовой системы. Время покажет...

¹ Стиглиц Дж. Крутое пике: Америка и новый экономический порядок после глобального кризиса. Пер. с англ. - М.: Эксмо, 2011

² Россия в эпоху глобализации, 2011, № 4.